

スタートアップ・ファイナンス研究会 (事務局説明資料)

2023年11月1日

経済産業政策局 産業資金課

1. 研究会の全体像

・研究会の背景

・研究会の問題意識

2. 未上場株式市場に関する論点

・未上場株式市場制度の全体像

・未上場株式市場の各種制度（概要・論点）

3. ご議論いただきたい事項

スタートアップとは

- スタートアップは、**経済成長のドライバー**で、**雇用創出**や**社会課題解決**の担い手。

- スタートアップとは、一般に、以下のような企業をいう。

1. **新しい企業**であって、
2. **新しい技術やビジネスモデル（イノベーション）**を有し、
3. **急成長**を目指す企業

- **スタートアップの意義**

- スタートアップは、**経済成長**のドライバー。将来の所得、財政を支える新たな担い手。
- スタートアップは、**雇用創出**にも大きな役割。
- スタートアップは、**新たな社会課題を解決**する主体としても重要（モデルナなど）。

- **日本（TOPIX）と米国（S&P）における直近10年間の株式市場のパフォーマンスの推移**



*1:2010年1月の各終値を100とおいた場合の騰落率。休場日は前営業日の終値をプロットしている
 出所：S&P500指数、GAFAM時価総額推移、日経平均株価指数データをもとにオコスモ作成

- スタートアップ育成5か年計画において、**5年後（2027年度）にスタートアップへの投資額を10兆円規模**にすること等が目標に掲げられ、産業政策としてもスタートアップ振興は重要な領域。
- 5か年計画では、これらの目標達成のために必要な取組として、①人材・ネットワークの構築、②資金供給の強化と出口戦略の多様化、③オープンイノベーションの推進の3つの柱に整理されているところ、本研究会においては、特に**スタートアップの資金供給の強化について議論を行う**。

目標

- 5年後の2027年度に**スタートアップへの投資額**を10倍を超える規模（**10兆円規模**）にする
- 将来においては、ユニコーンを100社、スタートアップを10万社創出することにより、世界有数のスタートアップの集積地となることを目指す

第1の柱

人材・ネットワークの構築

第2の柱

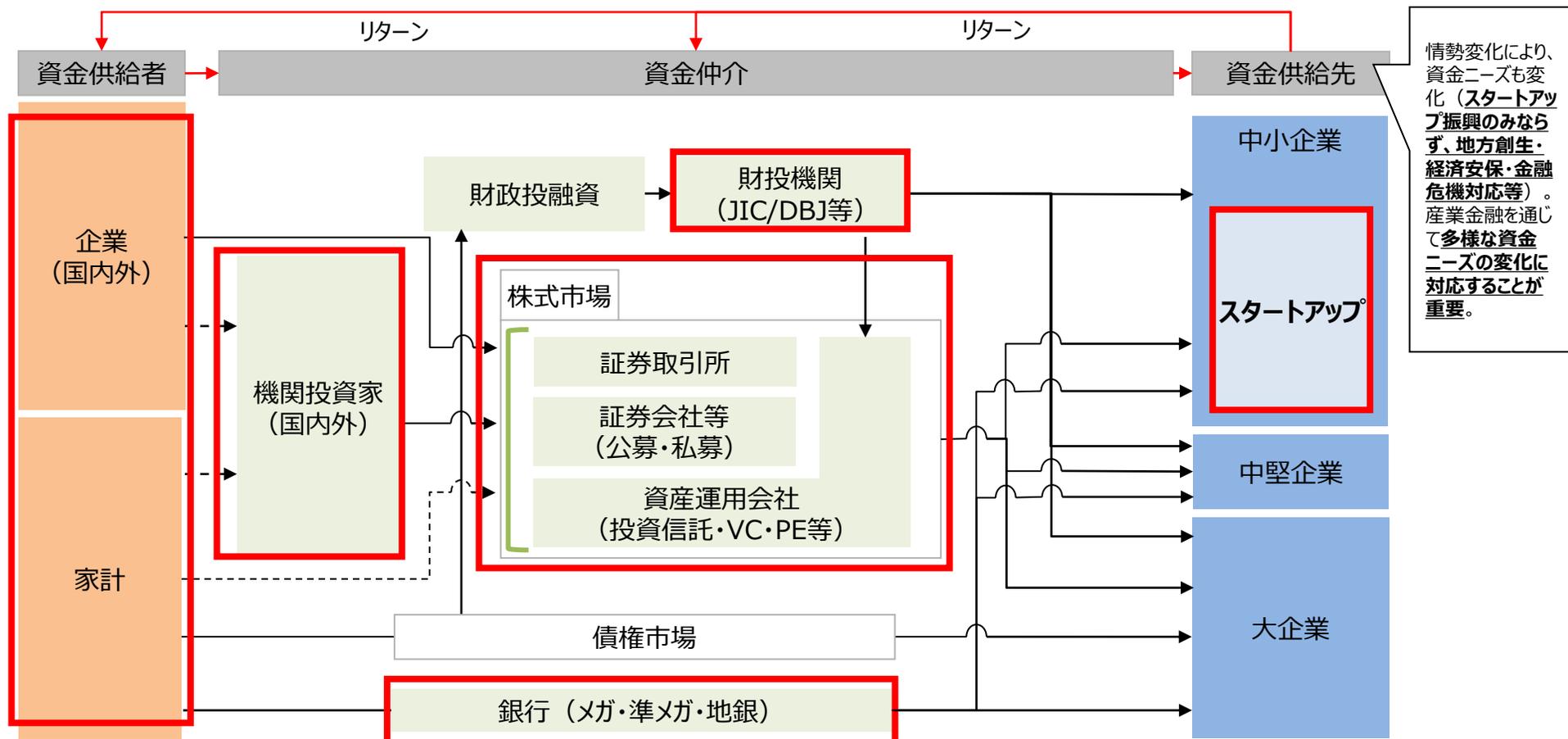
資金供給の強化と
出口戦略の多様化

第3の柱

オープンイノベーション
の推進

リスクマネー循環（全体像）

- リスクを取って投資を行う資金供給者/資金仲介者側と、その投資を元手に事業成長を実現する事業者側との間で、リスクマネーが循環していく（投資→企業成長→リターン→再投資の循環）。
- スタートアップは、ハイリスク・ハイリターンかつ成長カーブが多種多様で、エクイティを軸とした直接金融型のファイナンス戦略が取られやすい（間接金融型のファイナンス手法も混ぜながら資本政策が組まれる場合も存在）。
- 本研究会では、産業政策としても重要であるスタートアップを中心としたファイナンス・エコシステム（リスクマネーが循環し、エコシステムとして拡大成長することが重要）に焦点を当てて議論を行う。



(参考) 間接金融と直接金融

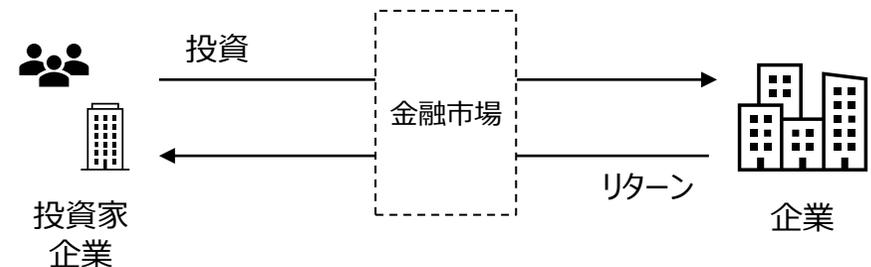
- 間接金融では、資金供給先と資金供給者の間に、銀行等の金融機関が間に入って調整が行われる。資金の需要者と供給者が相対せずに、それぞれが金融機関と貸借取引を行うのが特徴。銀行等が過去のトラッキングレコードをもとに融資を行う。
- 直接金融では、資金の需要者と供給者が互いの条件等を見ながら直接出資が行われる（市場も活用しながら）。資金の供給者が行う投資の責任はすべて投資家が負うのが特徴。スタートアップのような成長カーブ（赤字を大きく掘り、その後大きく成長を遂げる）を描く企業の場合、エクイティを軸とした直接金融型のファイナンス戦略が取られやすい※。

注) 銀行型金融や市場型金融といった整理も存在する。

間接金融

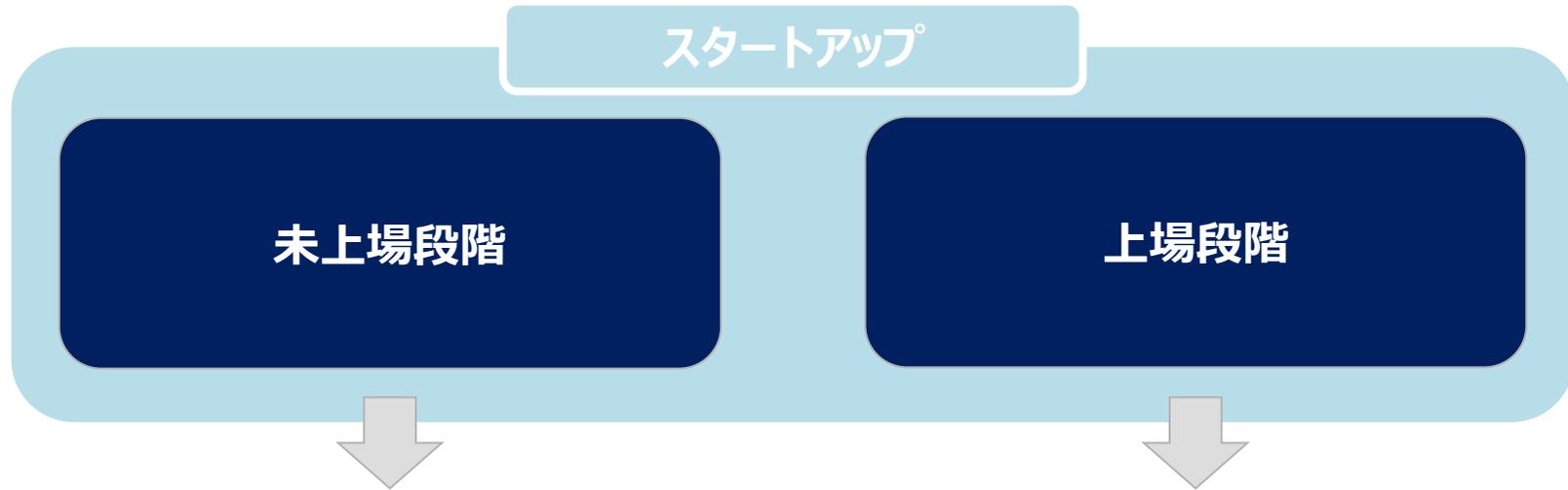


直接金融



※ただし、直接金融・間接金融を組み合わせながら資本政策が組まれるケースも存在。

- 本研究会では、リスクマネーの循環（投資→企業成長→リターン→再投資）を促進するため、それぞれ切り分けて考えられることの多い**未上場段階と上場後の段階を「非連続」のものとして捉える**。
- そのため、**未上場段階のスタートアップ^o**のみならず、**上場段階のスタートアップ^o***もスコープに置き、未上場/上場の国内スタートアップのファイナンス環境を改善するための課題・施策の方向性について議論を行う。



- 未上場時は、**主にエクイティをベースに資金調達**を実施（投資家から直接出資を受けるケースや、VC等の仲介者を介して出資を受けるケース等様々）。
- 近年は**デット性資金**の活用事例も増加。
- **未上場株式**については、**投資家保護の観点**等から、**発行企業による公募・私募の規制が厳格であり、成長過程の企業が広く投資を集めることに制約が存在**。

- 現状、**日本のスタートアップのEXITの多くはIPO**。（IPO76%、M&A24% ※2020年時点）
- 上場後は、取引市場を介して多くの投資家へのアクセスが可能に。他方で、**様々な投資家との対話**が求められる（個人投資家から機関投資家まで）。
- 「**上場ゴール問題**」と言われるように、**上場後の成長が低位にとどまる企業も多数存在**。

*（参考）この点、「未来投資戦略2018（平成30年6月）」では、「上場ベンチャー企業」について、「2018年度当初時点で、創業していない又は創業10年未満の企業を対象」としている。

1. 研究会の全体像

- ・研究会の背景
- ・研究会の問題意識

2. 未上場株式市場に関する論点

- ・未上場株式市場制度の全体像
- ・未上場株式市場の各種制度（概要・論点）

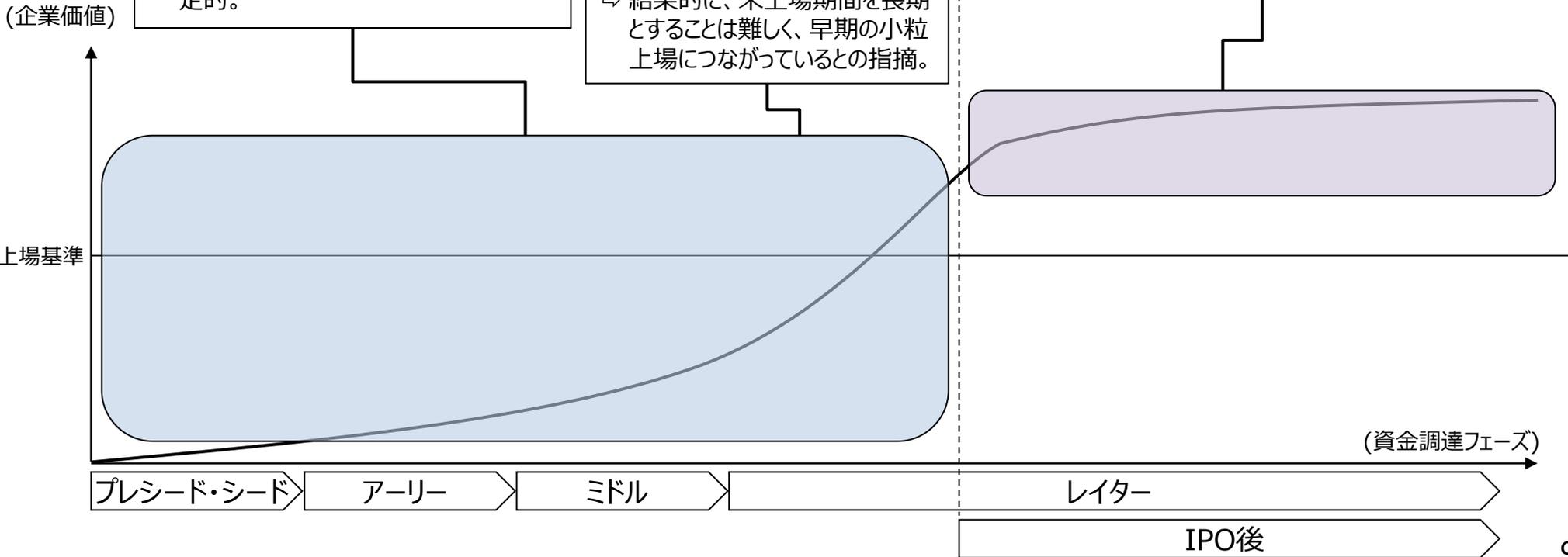
3. ご議論いただきたい事項

- **プライマリ取引**
 - ✓ **プライマリ取引に関する市場制度**の課題もあり、資金調達手段が限定的。
 - ✓ 海外と比較すると、各投資家からのスタートアップへの資金供給は限定的。
 - **機関投資家**
 - **海外投資家**
 - **個人投資家** 等
 - ✓ 市場環境も踏まえ、**デット性の資金**のニーズも高まっているが、その供給は限定的。

- **セカンダリ取引**
 - ✓ **セカンダリ市場制度**の整備は進んでいるが、PTS（私設取引システム）上での特定投資家による取引に限定されている。
 - ✓ **セカンダリファンド**も限定的（一部、官民ファンドからのリスクマネー供給などの取組は存在）

⇒ 結果的に、未上場期間を長期とすることは難しく、早期の小粒上場につながっているとの指摘。

- **上場市場**
 - ✓ **小型IPOのケース**においては、公募増資等が行えるロットにならないために、上場後の資金調達手段が限られ、成長を阻害する要因になる。
 - ✓ 上場後時価総額、**利益成長が見られない企業が一定数存在**。上場維持基準や被M&Aが限定的であることから、そういった企業も市場に残り続ける。
 - ✓ **成長手段としてのM&A**が少なく、非連続的な成長を遂げる企業数が少ない。



スタートアップのファイナンス環境のあるべき姿

未上場ユニコーン
or
高額時価総額上場スタートアップ
↑

■ プレシードからアーリー期での資金供給量の拡大

- ✓ **ディープテック領域**など、特に民間のリスクマネー供給が行き届きにくい、かつ重要性の高い領域における官民ファンド等の役割

■ レイター期を含む各ステークホルダーからの資金供給量の拡大

- ✓ **機関投資家**
- ✓ **海外投資家**
- ✓ **個人投資家**
- ✓ **官民ファンド**
- ✓ **デット性資金活用（金融機関・デットファンド）**

■ プライマリー市場制度改革

- ✓ **株式投資型クラファン、小規模公募、特定投資家私募、少数私募等**

■ セカンダリー取引の環境整備

- ✓ **セカンダリー市場制度**の改革
- ✓ **セカンダリーファンド**の育成

■ 上場後も成長を促す環境の整備

- ✓ 適切な**上場維持基準**の設定
- ✓ **機関投資家**の適切な参入方法
- ✓ 上場前後のシームレスな環境の構築（含む**上場後のVCの役割、クロスオーバー投資家の役割等**）
- ✓ **インオーガニックな成長手段の活用（含むM&A）**

■ 成長資金の流入と適切な循環

- ✓ 小型IPO企業の上場後の資金調達
- ✓ **資金滞留の解消**（含む非上場化、上場廃止、大企業等によるスタートアップのM&A）
- ✓ M&A資金調達への投資家理解の醸成

（資金調達フェーズ）

プレシード・シード → アーリー → ミドル → レイター → IPO後

1. 研究会の全体像

- ・研究会の背景
- ・研究会の問題意識

2. 未上場株式市場に関する論点

- ・未上場株式市場制度の全体像
- ・未上場株式市場の各種制度（概要・論点）

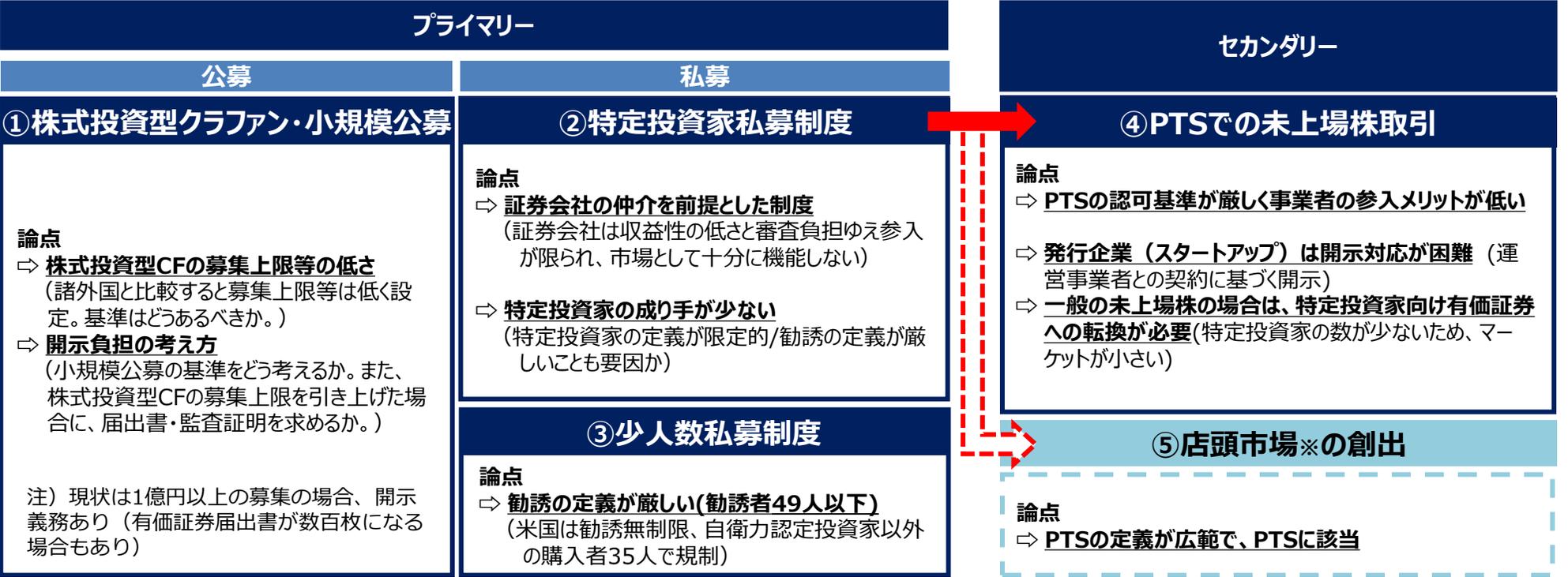
3. ご議論いただきたい事項

- スタートアップ等の未上場企業に対する成長資金の円滑な供給・循環を促進するためには、市場に参加するプレイヤー層の拡大と併せて、プライマリー市場とセカンダリー市場の双方が活性化されることが重要。
- 特に、プライマリー市場での資金供給量が増加する中、セカンダリー取引の需要も高まっている情勢であり、これら双方の市場制度を両輪として整備していくことが必要な時期と考えられる。また、成功した起業家等エンジェル投資家の裾野も拡大してきた中で、その再投資を促す観点でも制度整備が重要。



未上場株式市場制度の論点（全体像）

- 未上場株式についてはプライマリー市場とセカンダリー市場の双方に論点が存在（①～⑥）。
- スタートアップへの投資が進む中、セカンダリー取引の需要も拡大中。スタートアップや証券会社等の目線からも活用しやすい制度にすることが重要。



⑥ 証券会社による未上場株式の投資勧誘禁止

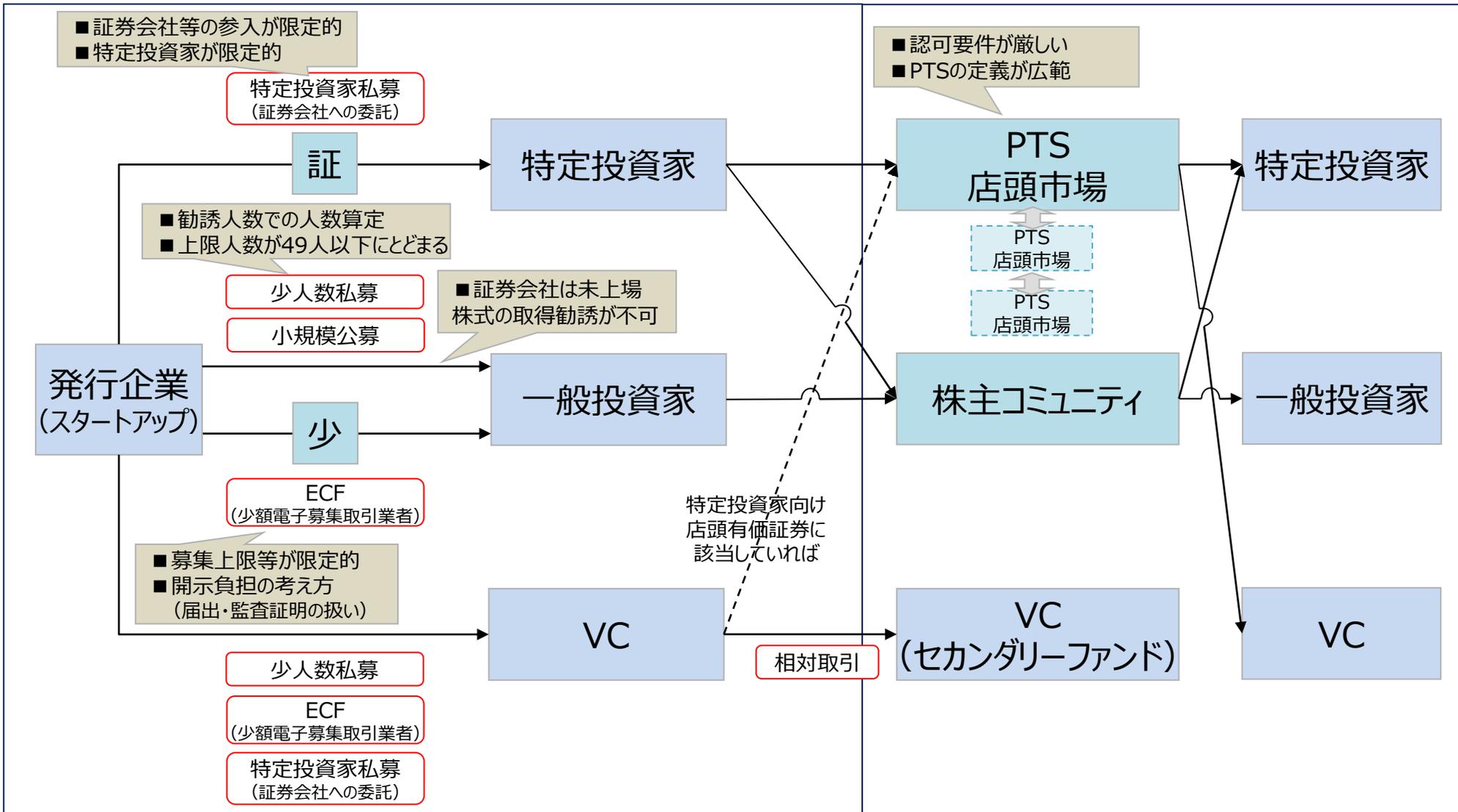
論点
 ⇨ **証券会社は自ら未上場株式を投資勧誘を行うことは禁じられている（日証協規則）**
 （少人数私募等で証券会社の顧客網を活用した取得勧誘が出来ない）

※店頭取引とは、取引所を通さず、証券会社、金融機関などの店頭で証券会社等と投資家の間で行う相対取引を指す。こうした取引をネット等を利用して市場（＝店頭市場）で行う場合、PTSの定義が広範であることからPTSに該当してしまい、厳しい認可基準や運用要件を満たす必要がある点で課題がある。

未上場株式市場制度の論点の関係性

プライマリー取引

セカンダリー取引



- スタートアップ育成5カ年計画（令和4年11月28日 新しい資本主義実現会議決定）では、特定投資家私募制度、株式投資型クラウドファンディング、セカンダリー市場について必要な見直し・環境整備を進めることとされている。

	スタートアップ育成5カ年計画における記載
特定投資家私募制度	<p>5.（17）特定投資家私募制度の見直し</p> <ul style="list-style-type: none"> ● スタートアップの資金調達手段として、プロ投資家のみを相手方として、新たに発行する有価証券の取得の申込みの勧誘を行う特定投資家私募制度について、本年7月に日本証券業協会の規則を整備し、非上場有価証券に関しても特定投資家私募制度の利用を可能とした。他方で、スタートアップにとっては、新規則で新たに提供又は公表が義務付けられた特定証券情報（企業情報、業績等）に係る事務負担が重いとの声がある。これを踏まえ、新制度の活用状況をフォローアップしつつ、実際のニーズや投資家保護の観点も踏まえながら、必要に応じて見直しを図る。
株式投資型クラウドファン	<p>5.（11）株式投資型クラウドファンディングの活用に向けた環境整備</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 株式投資型クラウドファンディングは、非上場企業が株式を発行し、インターネットを通じて多くの人から少額ずつ資金を集める仕組みであるが、現在の発行総額上限（1億円）を超える資金をプロ投資家から調達することを検討するなど、実際のニーズや投資家保護の観点も踏まえながら、必要な見直しを図る。
セカンダリー市場	<p>5.（16）未上場株のセカンダリーマーケットの整備</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 現在、証券会社が運営する私設取引システム（PTS）において、プロ投資家向けにも非上場株式の取扱いが認められていない。スタートアップが未上場のまま成長できるよう、プロ投資家向けの非上場株式の取扱いを可能とするため、2023年度中に金融商品取引法の関係政令を改正する。 ● 同時に、未上場企業の証券等のデータの標準化についての民間の取組を進めるなど、セカンダリーマーケットでの取引円滑化のための環境整備を推進する。

- 新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2023改訂版（令和5年6月16日 閣議決定）においても、特定投資家私募制度、少人数私募制度、株式投資型クラウドファンディング、セカンダリー市場について必要な見直し・環境整備を進めることとされている。

新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2023改訂版案における記載

特定投資家私募制度・少人数私募制度	<p>⑭特定投資家私募制度等の見直し</p> <p>スタートアップの資金調達手段として、プロ投資家のみを相手方として、新たに発行する有価証券の取得の申込みの勧誘を行う特定投資家私募制度について、日本証券業協会の規則を整備し、非上場有価証券に関しても特定投資家私募制度の利用を可能とした。他方で、スタートアップにとっては、新制度で提供又は公表が義務付けられた特定証券情報（企業情報、業績等）に係る事務負担が重いとの指摘がある。これを踏まえ、<u>新制度の活用状況をフォローアップしつつ、実際のニーズや投資家保護の観点も踏まえながら、プライマリー市場の取引拡大に向けて、諸外国の事例を参照し、特定投資家私募制度の利用促進や必要に応じた見直し、少人数私募制度の在り方（人数制限や投資家の人数算定方法の変更等）、スタートアップの特性にも配慮した有価証券届出書の在り方等、資金調達の在り方を検討する。</u></p>
株式投資型クラウドファン	<p>⑩株式投資型クラウドファンディングの活用に向けた環境整備</p> <p>株式投資型クラウドファンディングは、非上場企業が株式を発行し、インターネットを通じて多くの人から少額ずつ資金を集める仕組みであるが、<u>現在の発行総額上限（1億円）について、米国等の諸外国の事例を参照し、開示等の必要な投資家保護策と併せ、例えば現行の1億円から5億円にする等の拡充を検討する。</u>また、<u>投資家の投資上限について、現行の50万円から例えば100万円の投資を可能とする等、年収や資産に応じた投資上限とすることを検討する。</u>これらについて、来年末までに結論を得る。</p>
セカンダリー市場	<p>⑬未上場株のセカンダリーマーケットの整備</p> <p>現在、証券会社が運営する私設取引システム（PTS）において、プロ投資家向けにも非上場株式の取扱いが認められていない。スタートアップが未上場のまま成長できるよう、プロ投資家向けの非上場株式の取扱いを可能とするため、本年度中に金融商品取引法の関係政令を改正する。また、<u>セカンダリー市場でのオンライン取引について、個人投資家の保護に配慮しつつ、私設取引システム（PTS）での資本金要件（現在は3億円）等の認可基準、開示義務、システム要件等を緩和する等、オンラインプラットフォームが参入しやすい環境を早期に整備する。</u></p>

1. 研究会の全体像

- ・研究会の背景
- ・研究会の問題意識

2. 未上場株式市場に関する論点

- ・未上場株式市場制度の全体像
- ・未上場株式市場の各種制度（概要・論点）

3. ご議論いただきたい事項

株式投資型クラウドファンディング（CF）の概要

①株式投資型CF

- 株式投資型CFは、一般投資家を含む幅広い投資家向けの投資勧誘制度の一つ（開示負担が低減）。投資家保護の観点から、**1社あたり1億円が募集上限**であるが、上限引き上げを求める声も聞かれている。
- **諸外国（米国・英国）と比較すると低い状況**であるが、スタートアップのニーズを踏まえて上限はどうあるべきか。

概要

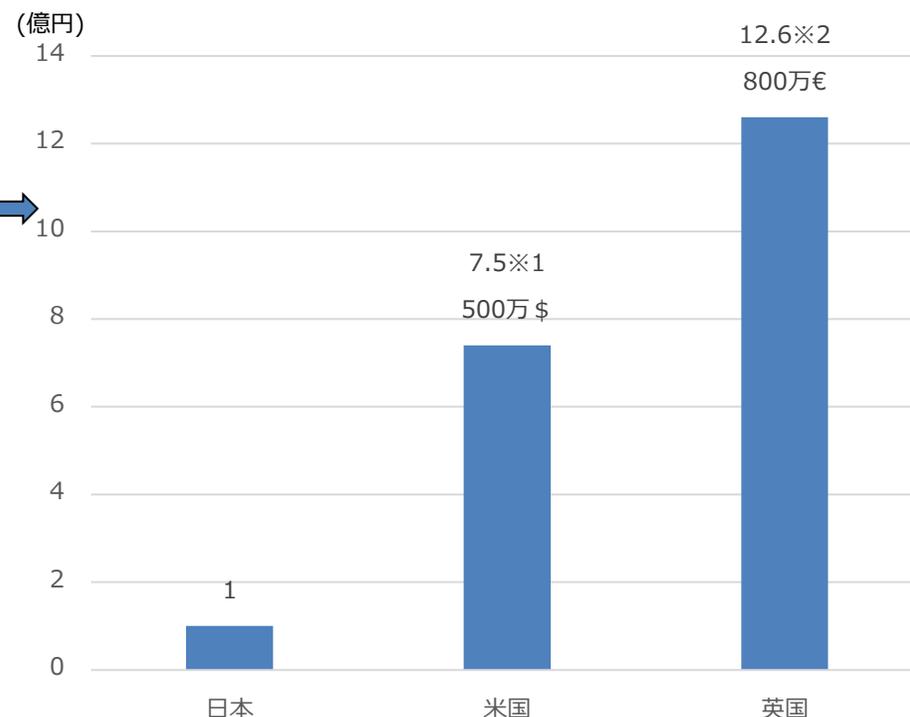
	株式投資型CF
制度開始 【制度改正】	2015年5月～ 【2022年1月】
市場参加者	制限なし
募集上限	1億円/年※ →
投資上限	一般投資家： 1社あたり50万円/年 特定投資家：制限無し
年次・四半期 開示資料	不要
適時開示 (インサイダー規制)	不要
外部監査	不要

※有価証券届出書・有価証券報告書の開示が必要になるのが1億円以上の募集からであるため、CFの上限も1億円を設定されている。

国内スタートアップの資金調達ニーズと平均調達金額は上昇傾向にあり、**上限1億円未満の資金調達方法となっている株式投資型CFは調達ニーズに対して不足感があり、資金調達の選択肢になりにくい状態**が続いている。制度面では、**募集上限の引き上げ（1億円→5億円）は実現して欲しい。**

スタートアップ

諸外国の募集上限



※1 1ドル=149.8円（2023/10/19時点）で換算。

※2 1ユーロ=157.8円（2023/10/19時点）で換算。英国の制度では、800万ユーロ以下の募集の場合には英国金融行為規制機構（FCA）への目論見書の届出が不要となる。

株式投資型CFの開示・小規模公募に関する論点

① 株式投資型CF

- **株式投資型CFの募集上限を引き上げた場合**、法定開示・内閣府令による事後的な情報提供・監査証明はどのような水準まで求めれば、投資家保護とのバランスでスタートアップが活用しやすい制度になるか。仮に、**1億円から5億円への上限引上げ**を行う場合、**未上場のスタートアップにとって負担が重いとされる有価証券届出書や監査証明を必要とするべきかどうか**。
- これと関連して、**小規模公募の基準（1億円未満の募集又は売出しの場合は有価証券届出書不要）**はどのような水準であるべきか。

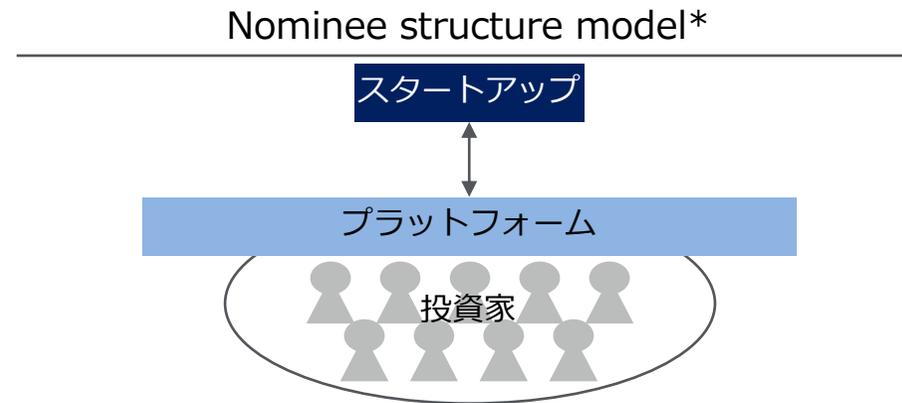
	～1億円	～5億円	調達金額
	株式投資型CF・小規模公募	公募	
法定開示	株式投資型CF： 無し 小規模公募： 有価証券通知書	有価証券届出書・年1回の継続開示義務	
内閣府令※	株式投資型CF： ウェブサイトでの情報提供	—	
	法定開示で無いため IRの実施粒度は 企業の任意		
監査	共通： 監査証明不要		監査証明必要

※金融商品取引業等に関する内閣府令



1億円以上の募集を行う際に、届出書が必要となるのは負担が大きい。届出書は上場に際して必要な書類であり、未上場のスタートアップ企業が準備することは大きな負担になる。
また、監査証明を必要としてしまうと、監査コストがかさんでしまい、未上場のスタートアップにとっては過重なコストになってしまう。
監査人の数も米国と比較すると限られており、監査を受けることが難しいことも負担となる。

- 海外において活用されている、個々の投資家ではなくプラットフォームが株主となるNominee structure modelでは、後続ラウンドへの株主増加の影響を抑えつつ多数の投資家を募ることができる。



概要

- ✓ プラットフォーム提供者等が投資家を代表し、株式の法的所有権を持つモデル
- ✓ プラットフォーム等が当該スタートアップの株主名簿上の株主となるが、プラットフォーム等を通じて当該スタートアップに投資した個人のために株式を保有する形
- ✓ プラットフォーム等が株式を保有する一方、**税制優遇を含む株式の経済的利益はすべて投資家へ移転される**

投資家

- ✓ 投資家各人による出資先企業のモニタリング、総会出席等は不要

スタートアップ

- ✓ コミュニケーションはプラットフォーム等のみ。**資金調達時などの同意、あるいは権利放棄のサインをプラットフォームが収集する**ため、個々の投資家とのやりとりは不要
 - ✓ Cap Table (資本政策) をシンプルに保てるため、後続ラウンドへの株主増加の影響が抑えられる
- 活用プラットフォーム例：Seedrs、Crowdcube (UK)、Republic (US)

*Seedrsの事例に基づき記載

出所：Crowdfunding Hub「Equity Crowdfunding」、Seedrs「It isn't nominal - Why a Nominee Structure is Vital in Equity Crowdfunding」
Alice Rossi等「Equity crowdfunding: New evidence from US and UK markets」を参考に作成された報告書（令和4年度内外一体の経済成長戦略構築にかかる国際経済調査事業 調査報告書）をもとに、経産省作成。

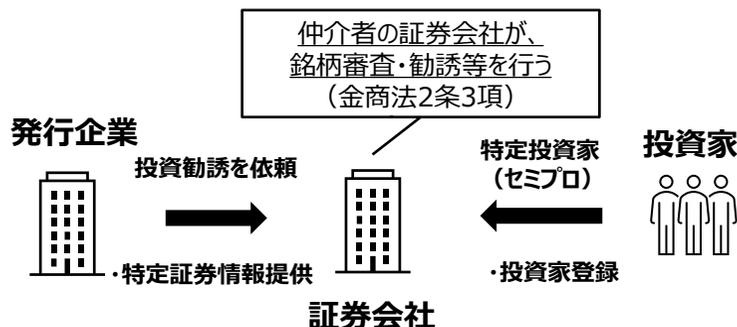
特定投資家私募制度の概要

②特定投資家私募

- **特定投資家私募制度は、特定投資家向けに限って証券会社による勧誘を可能とする制度。**

制度の概要

⇒発行企業による委託等を受け、証券会社が特定投資家向けに限って勧誘を行う



特定投資家私募制度の定義

- 特定投資家私募制度とは、一定の要件の下、金融商品取引業者が顧客からの委託等により、特定投資家に対する取得勧誘を行う行為をいう。

〈特定投資家私募制度の金商法における定義〉

第二条

3 この法律において、「有価証券の募集」とは、(省略)第一号及び第二号に掲げる場合(省略)に該当するものをいい、「**有価証券の私募**」とは、**取得勧誘であつて有価証券の募集に該当しないものをいう。**

一 (省略)

二 前号に掲げる場合のほか、**次に掲げる場合のいずれにも該当しない場合**

イ (省略)

ロ 特定投資家のみを相手方として行う場合であつて、次に掲げる要件の全てに該当するとき(イに掲げる場合を除く。)

(1) 当該取得勧誘の相手方が国、日本銀行及び適格機関投資家以外の者である場合にあつては、**金融商品取引業者等(省略)が顧客からの委託により又は自己のために当該取得勧誘を行うこと。**

(2) **当該有価証券がその取得者から特定投資家等(省略)以外の者に譲渡されるおそれが少ないものとして政令で定める場合に該当すること。**

特定投資家私募

制度開始(施行)	2022年7月～
勧誘対象者	特定投資家
対象商品	店頭有価証券・投資信託等
利用場面	プライマリー・セカンダリー
顧客への情報開示	特定証券情報及び 発行者情報
監査証明	不要

特定投資家私募制度の論点

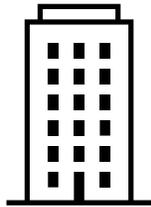
②特定投資家私募

- 金融商品取引法では、特定投資家私募制度は、「顧客からの委託」を受け証券会社が勧誘を行うものとされているが、審査負担の重さに対する収益性等の観点から証券会社の参入が現状では限定的な状況。
- また、特定投資家の定義の狭さや勧誘の定義の厳格さ等により、特定投資家の成り手が限定的である点も指摘されている。

【論点1】

- (審査負担の重さに対して、収益規模が小さいこと等から) 証券会社の参入が限定的

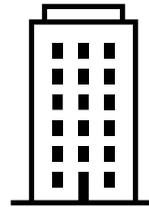
発行企業
(スタートアップ企業等)



投資勧誘を依頼

特定証券情報提供

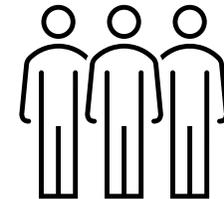
証券会社
(顧客からの委託)



特定投資家成り
の申し出

(確認・契約の上で)
勧誘

特定投資家



【論点2】

- 特定投資家の成り手不足 (特定投資家の定義が限定的、勧誘の定義が厳格のため証券会社による特定投資家成りの勧誘が困難)

証券会社の参入に関する論点

②特定投資家私募

- 現状の日証協規則では、顧客の適切性、証券の適切性の審査・検証をはじめとする証券会社の負担感が、ビジネスを通じた経済的利益に比して大きく、証券会社が積極的に取り組みにくいと指摘されている。
- 新規事業者（証券会社等）の参入障壁を下げる観点から、例えば、金融商品取引業者の審査負担の軽減や、仲介業務に専念する事業者の金融商品取引業の登録要件を緩和する等が考えられるか。

日証協規則の規定

- 日証協規則上、勧誘する顧客や扱う証券の適切性に関する審査等、金融商品取引業者が責任を持つ構造になっている。

日証協 店頭有価証券等の特定投資家に対する投資勧誘等に関する規則

第 2 章 店頭有価証券等の審査等 (検証及び審査)

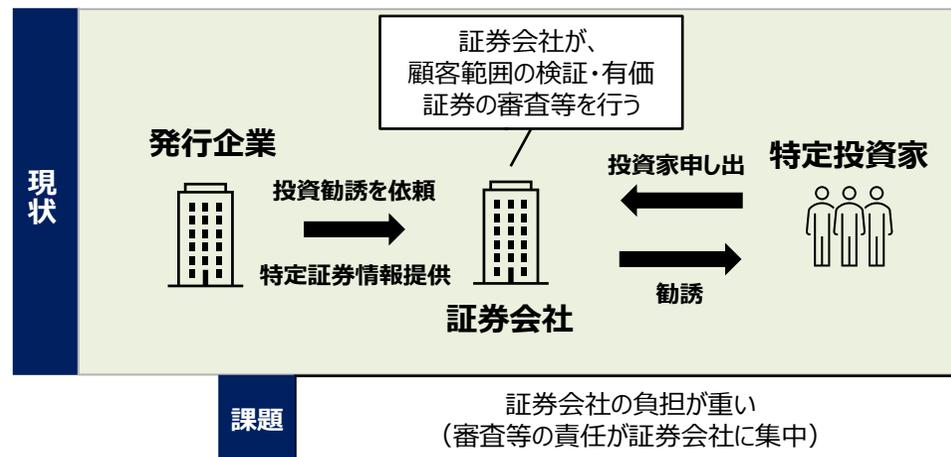
第 3 条 取扱協会員は、本規則に基づき新たに顧客（特定投資家（略））に対して投資勧誘を行おうとする店頭有価証券等について、当該店頭有価証券等の特性やリスクの内容を把握し、投資勧誘を行うことがふさわしいか否か及び投資勧誘を行う顧客の範囲について検証しなければならない。

2 取扱協会員は、前項の規定に基づき店頭有価証券及び投資証券等の検証を行う場合、第 12 条の規定により当該取扱協会員が策定した社内規則に従って、次の各号に掲げる有価証券の区分に応じ、それぞれ当該各号に掲げる事項について審査を行わなければならない

審査事項の例：

- 発行者の財務状況
- 当該店頭有価証券に投資するにあたってのリスク
- 事業計画の妥当性、資金使途の妥当性

現状の課題と事業者の声



証券会社

証券会社目線では、①現時点ではビジネスメリット（取次による金額規模）が薄いこと、②取得勧誘を行おうとする際の審査責任が証券会社として重く、リスクが大きいことから、特定投資家私募制度の活用が難しい。

特定投資家の拡大に関する論点（特定投資家の定義）

- 特定投資家の資産要件として、純資産・投資性金融資産・収入等で基準が設定されているが、特定投資家の拡大という観点からこれらの基準はどうあるべきか。
- 特に、2022年7月に新たな類型が加わり、特定の知識経験を求める類型も存在するが、成功した起業家等を含むエンジェル投資家の裾野が広がる中、こうした投資家等からの再投資を呼び込むことも踏まえて、「特定の知識経験」の定義についてはどうあるべきか。

特定投資家への移行条件の類型				
	従来	2022年7月より追加		
	類型 1	類型 2	類型 3	類型 4
条件 1	純資産 ≥ 3億円	純資産 ≥ 5億円 or 投資性金融資産 ≥ 5億円 or 前年の収入 ≥ 1億円	純資産 ≥ 3億円 or 投資性金融資産 ≥ 3億円	純資産 ≥ 1億円 or 投資性金融資産 ≥ 1億円 or 前年の収入 ≥ 1千万円
条件 2	投資性金融資産 ≥ 3億円	—	過去1年の月平均契約件数 ≥ 4件	<u>特定の知識経験を有すること</u>
共通条件	金融商品取引契約を締結した日から1年以上経過			

論点

特定の知識経験とは、公認会計士、証券アナリスト、証券外務員等の有資格者や金融機関勤務経験者が含まれるとされる。
しかし、現役の金融機関勤務者は内規で個別株への投資を禁じられていることが多く、特定投資家にはなれない可能性。



「特定の知識経験」の幅はどうあるべきか。

現状1.6万人が該当
登録者は92人
(2020年末)



潜在的な投資家は
約百万人程度に増加

(参考) 米国の自衛力認定投資家の比較

- 米国の自衛力認定投資家の要件は、資産・収入、専門的知見によって設定されている。

自衛力認定投資家（個人）の要件	
経済的基準	<ul style="list-style-type: none">• 主たる住居を除く純資産が100万ドル超（個人または配偶者またはパートナーとの同居）の場合• 過去2年間の収入がそれぞれ20万ドル超（個人）又は、30万ドル超（配偶者又はパートナーとの合計）であり、当年も同様であると合理的に想定される場合
専門的知見に基づく基準	<ul style="list-style-type: none">• 以下のいずれかの免許を持つ優良な投資専門家<ul style="list-style-type: none">• the general securities representative license (Series 7)• the investment adviser representative license (Series 65)• the private securities offerings representative license (Series 82)• 証券を販売する企業（又は当該企業のGP）の取締役、執行役員、又はジェネラル・パートナー（GP）• 自衛力認定投資家の資格を有する「ファミリーオフィス」の「ファミリークライアント」• 私募ファンドへの投資の場合、ファンドの「知識豊富な従業員（knowledgeable employees※）」

注）上記はあくまで個人の自衛力認定投資家の要件であり、法人の自衛力認定投資家の要件は別途存在する。

※17 CFR § 270.3c-5において詳細記載。対象会社の執行役員、取締役、GP、諮問委員、またはこれらに類する立場の者等が対象とされている。

出所：SECのウェブページをもとに、経済産業省作成。

- 日証協Q&Aにおいて、一般投資家に対する「特定投資家成り」勧誘の場面で、特定投資家になれば購入可能になる個別銘柄の証券情報の説明やそれについての顧客質問への回答等を行うと、勧誘に該当。
- 実務上、証券会社が特定投資家の勧誘を行う場合、証券会社から特定投資家成りのメリットを個別銘柄等の情報を提示しながら説明する必要があるところ、特定投資家成りの勧誘規制はどうあるべきか。

勧誘の該当性（開示ガイドライン、日証協Q&A）

「企業内容等の開示に関する留意事項について（企業内容等開示ガイドライン）」

法第4条（募集又は売出しの届出）関係
（募集又は売出行為）

4-1 **有価証券の募集又は売出し**（法第4条第4項に規定する有価証券の売出し（法第2条の3第5項に規定する特定組織再編成交付手続を除く。）をいう。）に関する文書（新株割当通知書及び株式申込証を含む。）を頒布すること、株主等に対する増資説明会において口頭による説明をすること及び新聞、雑誌、立看板、テレビ、ラジオ、インターネット等により有価証券の募集又は売出しに係る広告をすることは「有価証券の募集又は売出し」行為に該当するので、同条第1項、第2項又は第3項の届出をした後でなければすることができないことに留意する。

「店頭有価証券等の特定投資家に対する投資勧誘等に係る制度」に関するQ & A

問40

（一部略）

その際、本制度がどのようなものであるかを顧客に理解してもらうために、制度概要の説明資料や、特定投資家向け商品の銘柄一覧を示すことが考えられます。また、銘柄一覧には、会社の「発行者情報（注1）」や会社ホームページのURLを併記することも考えられます。

ただし、特定投資家へ移行していない顧客に対して、特定投資家投資勧誘規則に基づき店頭有価証券等の取得勧誘等を行うことはできないことを踏まえ、個別の商品に係る説明・顧客からの質問への回答や証券情報（特定投資家向け取得勧誘の要項等を含む）の提示等は控えるべきであるほか、上記銘柄一覧等の提示においては**取得勧誘等と受け取られないように配慮する**ことが考えられます。



- 営業の現場で特定投資家への移行を顧客に勧めようにも、具体的な銘柄を紹介すると未上場株式の「勧誘」に当たってしまい、顧客に勧めにくいのも、そもそも課題。
- 勧誘の定義が広いため、事業上の制約となっているのは事実（パンフレットも渡せない）

少人数私募制度の概要と論点

- 49名以下の者を相手方として取得勧誘を行う場合は少人数私募とされ、法定開示は不要となる。
- 今後、制度活用・スタートアップの資金調達の円滑化の観点で、少人数私募の算定方法等（現状、購入者数ではなく、勧誘先数で算定）を含めて少人数私募制度はどうあるべきか。

制度概要

- 多数の者（50名以上）向けの取得勧誘ではない場合でその他の条件を満たすものについては、少人数私募として募集の例外として、法定開示が不要。

金商法 (定義)

第二条

3 (略)

二 前号に掲げる場合のほか、次に掲げる場合のいずれにも該当しない場合
 八 前号に掲げる場合並びにイ及びロに掲げる場合以外の場合（当該有価証券と種類を同じくする有価証券の発行及び勧誘の状況等を勘案して政令で定める要件に該当する場合を除く。）であつて、**当該有価証券が多数の者に所有されるおそれが少ないものとして政令で定める場合**

金商法施行令

(取得勧誘が少人数向け勧誘に該当しないための要件)

第一条の六 法第二条第三項第二号八に規定する政令で定める要件は、当該有価証券の発行される日以前三月以内に、当該有価証券と同一種類の有価証券として内閣府令で定める他の有価証券が発行されており、当該有価証券の取得勧誘を行う相手方の人数と当該三月以内に発行された同種の新規発行証券の取得勧誘を行った相手方の人数との合計が五十名以上となることとする。

(取得勧誘において少人数向け勧誘に該当する場合)

第一条の七 法第二条第三項第二号八に規定する政令で定める場合は、次に掲げる要件の全てに該当する場合とする。

一 当該取得勧誘が特定投資家のみを相手方とし、かつ、**五十名以上の者を相手方として行う場合でないこと。**

業界からの声

- 業界関係者からは、少人数私募の考え方の変更を求める声等が上げられている。



業界団体

少人数私募投資の対象を「**勧誘先49名（者）以下**」から、「**勧誘先は無制限、購入者49名（者）以下**」にするよう規則改正が必要ではないか。



証券会社

短期間に多数の投資家候補に勧誘を行う場合、勧誘人数ベースでの規制では、勧誘行為に躊躇してしまう面がある。



弁護士

インターネットが普及してきたことも踏まえて、勧誘活動で**インターネットを活用して広告宣伝が出来るような制度**を検討することも必要ではないか（勧誘人数ベースでは困難）。

(参考) 米国における私募制度 (Regulation D)

③少人数私募

- 米国では、レギュレーションD ルール506(b)の下で、35名以下 (取得人数で算定) に対する私募を行うことが可能。但し、一般的勧誘 (ウェブサイトでの広告等) は禁止とされている。

	レギュレーションD		
	ルール506(b)	ルール506(c)	ルール504
発行上限額	上限なし	上限なし	1000万ドル
買い手	自衛力認定投資家*1、 35名以下 (取得ベース) の洗練された投資家*2	自衛力認定投資家*1	限定なし
転売制限	あり*3	あり*3	あり*3
SECへの届出書類	証券情報等 (Form D) また、洗練された投資家を対象とする場合、 財務諸表 (募集金額が2,000万ドル超の場合は監査必要)・非財務情報 (事業内容、リスク情報、業績の分析等) を投資家に情報提供することが必要	証券情報等 (Form D) *4	証券情報等 (Form D) *4
一般的勧誘*5	不可	可	不可
利用実績*6	1兆4,920億ドル	660億ドル	2.28億ドル

出所：金融庁「第1回資産運用に関するタスクフォース事務局説明資料」、野村資本市場研究所「ベンチャー・ファイナンスの多様化に係る調査」をもとに経済産業省作成

*1：自衛力認定投資家とは、500万ドル超の資産を持つ法人等のほか、個人については、当年度の所得の推定額と直近2年間の所得実績が20万ドル超、又は配偶者との合計所得が30万ドル超の個人投資家、専門資格（例：米国証券外務員ライセンス）等を有する個人投資家等を指す。*2：洗練された投資家（sophisticated investor）は、投資に関する利点とリスクを評価するために必要な金融とビジネスに関する十分な知識と経験を持っている者を指す。*3：ルール144、144A、証券法第4条(a)(7)の条件を満たす場合転売可。*4：監査不要。*5：一般的勧誘とは、セミナー等で参加者に対して勧誘・宣伝を行うことや、新聞や雑誌、ウェブサイト等で広告することを指す。*6：2019年の1年間の実績。

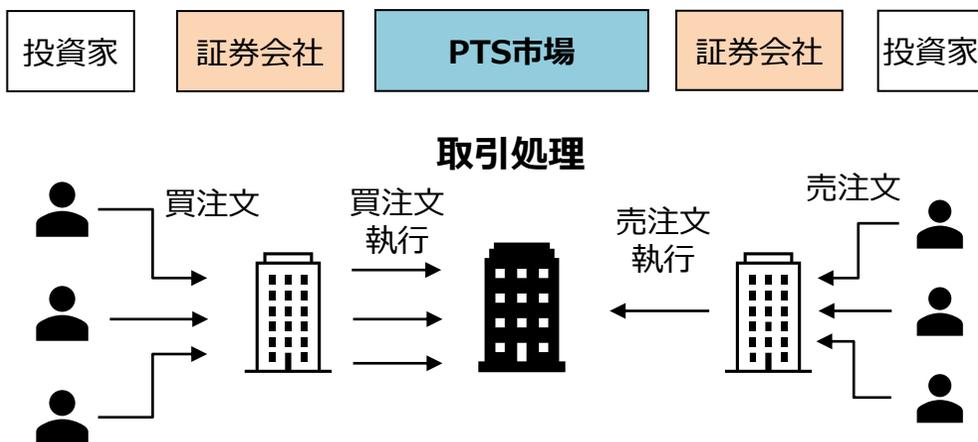
PTS (Proprietary Trading System) とは

④⑤セカンダリー

- PTSは上場市場の代替市場として、証券取引所を経由せずに株式の売買を行うことの出来る私設（証券会社が運営）の取引システム。
- 2023年6月の政令改正により、第一種金融商品取引業者がPTSでプロ投資家向けの非上場株式を取り扱うことが可能となった。

PTS市場の仕組み

- PTSは、証券取引所を経由せずに株式を売買できる私設取引システム(証券会社が運営)
- 上場市場の代替市場として活用されてきた経緯



PTSの定義（金商法第2条第8項第10号）

有価証券の売買またはその媒介、取次若しくは代理であつて、以下のすべてに該当するもの

1 電子情報処理組織を使用して



2 一対多 or 多対多
(同時に多数のものを一方の当事者または各当事者とし)



以下の売買価格の決定方法
(またはこれに類する方法) により行う

- 3
- ・競売買による方法
 - ・取引所の価格を用いる方法
 - ・顧客間の交渉に基づく価格を用いる方法
 - ・顧客間の指値が一致した場合に、その指値を用いる方法
 - ・金融商品取引業者等が提示する複数の気配に基づく価格を用いる方法

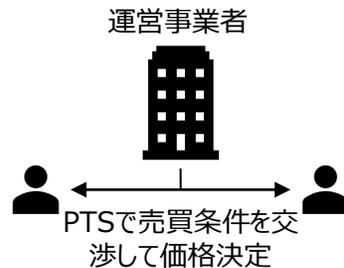
(参考) PTSの取引類型

④⑤セカンダリー

- PTSの取引類型としては下記類型が存在。特に、競売買方式のように**流動性が高い取引方式**や顧客間交渉方式のような**流動性の低い取引方式**が混在している。

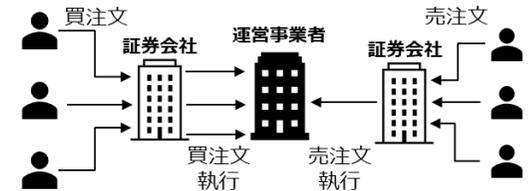
顧客間交渉方式

- PTSにおいて顧客同士が価格や数量等の条件について交渉していき、双方が合意に達した条件のもとで売買する方式。



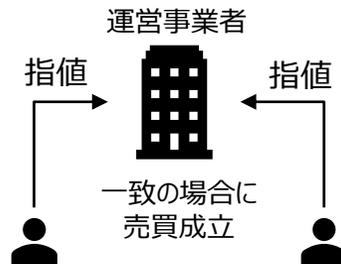
競売買方式

- 金融商品取引所と同様のオークション方式により売買を行う事が可能な方式。
- 成行注文※1や板寄せ※2での取引を行う方式。



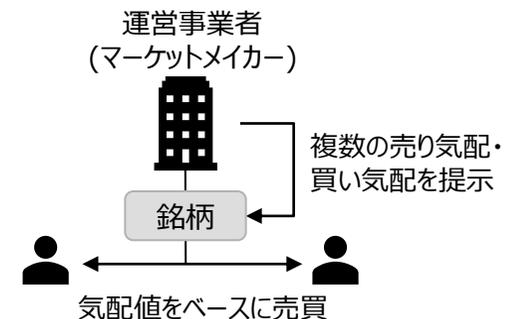
顧客注文対当方式

- 顧客が提示した指値が、取引の相手方となる他の顧客の提示した指値と一致する場合に、その指値を用いて売買する方式（成行注文や板寄せは行われない）。



売買気配提示方式

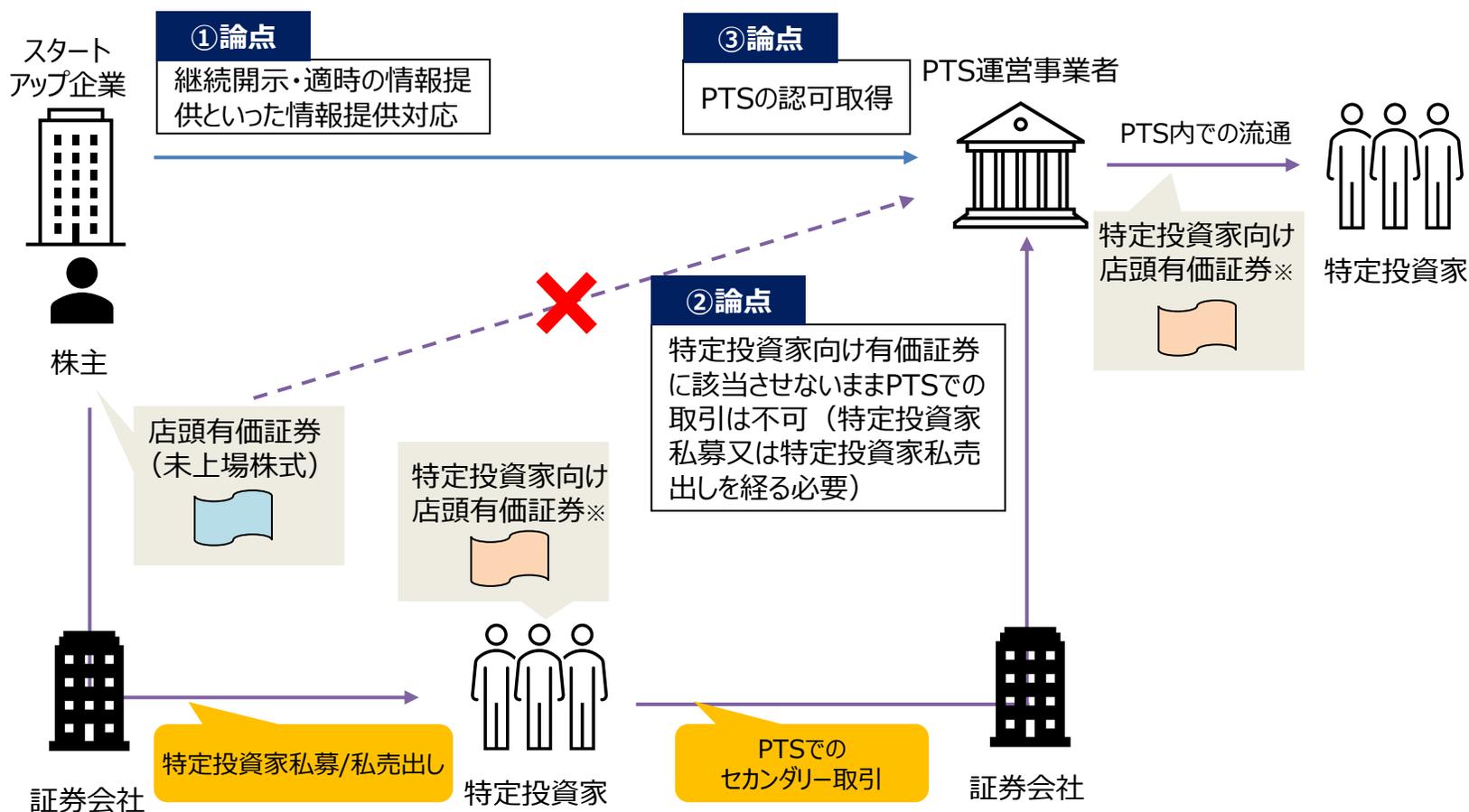
- 金融商品取引業者（マーケットメイカー）が一つの銘柄に対して複数の売り気配・買い気配を提示し、これらに基づく価格を用いて売買する方式。



※1 成行注文とは、売買を行うときに、値段を指定せずに注文すること。

※2 相場が始まる時の始値を決める際等に使用されるもので、その時点で作出されている注文をすべて「板」と呼ばれる注文控に記録したうえで、まず成行注文を優先し、次に高い買い注文と安い売り注文を突き合わせて、数量的に合致する値段（約定価格）を決めていく方法。

- 2023年6月の政令改正制度でPTSにおいてプロ投資家が未上場株式の取引を出来るようになったが、**①発行企業（スタートアップ企業）の情報提供対応**、**②発行企業の株主が特定投資家私募/私売出しを経由する必要性**、**③PTS事業者の認可取得の必要性**等の論点が存在。



- 現状、PTSを運営する事業者は、第一種金融商品取引業者かつPTS認可要件を満たし、認可を受けることが必要。現行の要件は上場株の取り扱いを前提とした厳しいものになっているとの指摘がある。
- 新規の事業参入促進の観点や、高い流動性が想定されない未上場株式の取引に携わる事業者の観点を踏まえ、どのような認可規制であるべきか。

金商業免許・PTS認可

	第一種金融商品取引業	私設取引システム運営業
主な業態	証券会社	PTS運営事業者
業務内容	<ul style="list-style-type: none"> ・流動性の高い有価証券の売買・勧誘 ・引受け ・店頭デリバティブ取引 ・資産管理 	<ul style="list-style-type: none"> ・PTSの運営（複数の価格決定方式）
最低資本金	5,000万円	3億円
兼業規制	あり（届け出又は承認）	第一種金商業者としてあり
投資家保護基金加入義務	あり	第一種金商業者として加入
責任準備金積立義務	あり	第一種金商業者としてあり



PTS認可の要件緩和

- 新規事業者の参入促進のためには、金商法の各種規制が論点となり得る。

【PTSの認可基準（法令）】金融商品取引法（認可）

第三十条 金融商品取引業者は、第二条第八項第十号に掲げる行為を業として行おうとするときは、内閣総理大臣の認可を受けなければならない。

（認可の基準）

→ **総理大臣認可が必要※**

第三十条の四 内閣総理大臣は、第三十条第一項の認可をしようとするときは、次に掲げる基準に適合するかどうかを審査しなければならない。

- 一 損失の危険の管理に関し、適切な体制及び規則の整備を行っていること。
- 二 資本金の額が、公益又は投資者保護のため必要かつ適当なものと政令で定める金額<3億円>以上であること。
- 三 純財産額が前号に規定する金額以上であること。
- 四 第四十六条の六第二項の規定<自己資本規制比率が百二十パーセントを下回らないこと>に違反していないこと。
- 五 認可申請者の売買価格の決定方法、受渡しその他の決済の方法その他内閣府令で定める業務の内容及び方法が、公益又は投資者保護のため必要かつ適当なものであること

→ **認可のための各種基準に対応することが必要**

日証協規則（未上場株式の勧誘禁止）

⑥証券会社の取得勧誘

- 日証協の自主規制規則の下で、証券会社による未上場株式の投資勧誘は禁止されている。
- 発行企業による少人数私募や小規模公募等、スタートアップが一般投資家からの調達を目指すようなケースにおける証券会社の機能・役割はどうあるべきか。

未上場株式の投資勧誘禁止原則の概要

- 日証協の自主規制では、証券会社が未上場株式を顧客に投資勧誘することは禁止。これにより、証券会社の顧客網を使った私募・公募の支援やプロ成り勧誘に制約が存在。

■協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則

（店頭有価証券の投資勧誘の禁止）

第12条の2 協会員は、**店頭有価証券**（店頭有価証券規則第2条第1号に規定する店頭有価証券をいう。）**については、店頭有価証券規則に規定する場合を除き、顧客に対し投資勧誘を行ってはならない。**

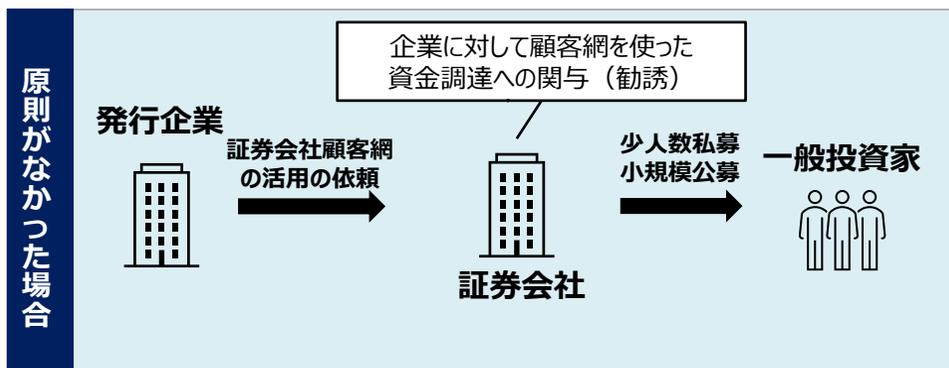
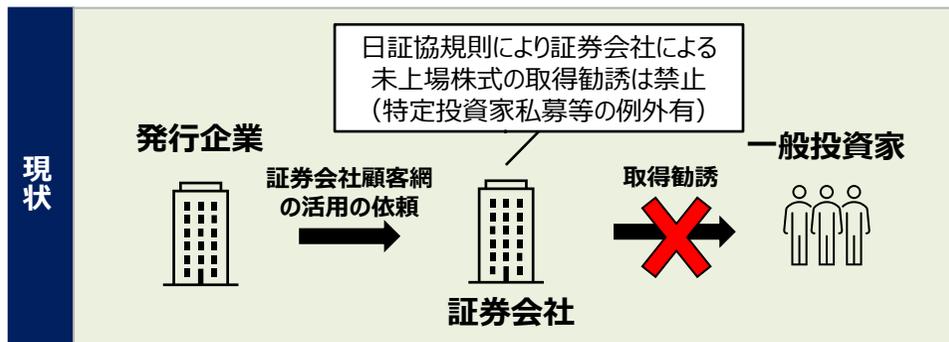
※当該規則は、1974年12月2日付けの大蔵省証券局長通達「投資者本位の営業姿勢の徹底について」の趣旨を実現するために策定された規則を改正したもの。



業界団体

- 自主規制規則により、発行企業は証券会社を通じてその顧客網に投資勧誘をすることが出来ない。
- そのため、証券会社が未上場株式の投資勧誘を行うことを解禁し、証券会社が、スタートアップの募集・勧誘活動を支援するため、**自らのスタートアップに対して顧客網を提供するとともに、積極的にスタートアップと投資家を仲介し、適正な取引を確保する環境を整えることが必要ではないか。**

禁止原則がなかった場合



1. 研究会の全体像

- ・研究会の背景
- ・研究会の問題意識

2. 未上場株式市場に関する論点

- ・未上場株式市場制度の全体像
- ・未上場株式市場の各種制度（概要・論点）

3. ご議論いただきたい事項

ご議論いただきたい事項

■ スタートアップのファイナンス環境全般に関する問題意識

- 我が国の資本市場の特性を踏まえて、今後スタートアップのファイナンス環境をより良いものとしていくために、市場制度の改正やプレイヤー層の拡充といった観点で特に問題意識を持たれているポイントは何か。

■ 株式投資型CF制度

- 我が国の株式投資型CF・小規模公募の募集上限は諸外国（米国・英国）と比較すると低い状況であるが、スタートアップのニーズや投資家保護等とのバランスを踏まえて上限はどうあるべきであるか。
- 上限引上げを行う場合、未上場のスタートアップにとって負担が重いとされる有価証券届出書や監査証明を必要とするべきか。また、これと関連して、小規模公募（1億円未満の募集又は売出しの場合は届出書不要）はどうあるべきか。

■ 特定投資家私募制度

- 特定投資家私募制度について、証券会社の参入が限定的である現状をどのように捉えるか。新規参入を促す観点で、例えば仲介業務に専念する事業者の金融商品取引業の登録要件を緩和する等の負担軽減の方向性は考えられるか。
- 経営者・エンジェル投資家の裾野が広がる中、こうした投資家からの再投資を呼び込むことも踏まえて、特定投資家の定義についてはどうあるべきか。
- 特定投資家を増やすために、特定投資家成りの勧誘規制はどうあるべきか。

■ 少人数私募制度

- 今後、制度活用・スタートアップの資金調達の円滑化の観点で、少人数私募の算定方法等（現状、購入者数ではなく、勧誘先数で算定）を含めて少人数私募制度はどうあるべきか。

■ セカンダリー市場

- プロ投資家がPTS上で未上場株式を取り扱うことが可能となったが、新規の事業参入促進の観点や、高い流動性が想定されない未上場株式の取引に携わる事業者の観点を踏まえ、どのような認可規制であるべきか。

■ その他

- 証券会社が未上場株式の取得勧誘を行うことが原則禁じられているが、発行企業による少人数私募や小規模公募等、スタートアップが一般投資家からの調達を目指すようなケースにおける証券会社の機能・役割はどうあるべきか。